

国际汇率制度改革之路

固定与浮动的博弈

岳华 / 著



Guding Yu Fudong De
Boyi



中国金融出版社

国际汇率制度改革之路 固定与浮动的博弈

岳华 著



中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：张京文

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

国际汇率制度改革之路：固定与浮动的博弈 (Guoji Huilü Zhidu Gaige zhi Lu: Guding yu Fudong de Boyi) / 岳华著. —北京：中国金融出版社，2005.10

ISBN 7 - 5049 - 3835 - 1

I. 国… II. 岳… III. 汇率 - 货币制度 - 经济体制改革 - 研究 - 世界 IV. F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 115849 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司 (瑞丰)

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.75

字数 231 千

版次 2005 年 12 月第 1 版

印次 2005 年 12 月第 1 次印刷

印数 1—3100

定价 16.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

汇率制度是国际金融研究领域中最富有争议的话题之一。20 世纪 80 年代以来，国际金融领域发生了深刻的变化，突出表现就是汇率巨幅波动、金融危机频频爆发。特别是 1997 年亚洲金融危机的爆发，使人们充分意识到汇率制度的选择对一国经济发展与金融安全具有极其重要的作用。因此，无论是理论界还是实践中，关于国际汇率制度选择的讨论又成为热点问题。岳华博士所著的《国际汇率制度改革之路：固定与浮动的博弈》一书，在国际汇率制度研究领域有一定的创新意义。其主要特色体现在以下四个方面：

首先，任何理论研究都离不开一定的背景。作者以其细致精心的笔触勾勒出国际汇率制度的历史进程，并悉数考察了每一阶段的理论重点。从国际货币制度形成的历史来看，共经历了三个阶段：金本位制、布雷顿森林体系以及以浮动汇率制度为主导的牙买加体系，其中每一种国际货币制度的问题和特征又集中体现在国际汇率制度上。作者将金本位制作为全文的背景研究，重点探讨了始于布雷顿森林货币体系以来的现代国际货币关系。

纵观世界经济发展史，两个经济增长最快的时期，恰恰是几乎所有国家都采用固定汇率制的金本位时期和布雷顿森林体系时期。因此，人们往往认为一个理想的、有秩序的国际汇率制度必须是所有国家统一实行的汇率制度，而且是固定汇率制。然而，20 世纪 60 年代那些支持浮动汇率制的学者则认为，一个国家不论具有什么样的经济特征，采用浮动汇率制都是最好的选择。近 30 多年的历史经验基本否定了由弗里德曼等人提出的有关浮动汇率稳定性的观点，当今浮动汇率制就存在着汇率过度波动以及无法预测等问题，世界经济的许多矛盾也因之而起。不过，历史经验和频发的金融危机同样提醒人们，

固定汇率制过于僵化，在大量资本流入时有币值高估的倾向，从而容易被国际投机资本所攻击，其后果是国民财富大量流失，经济衰退，乃至政局动荡。可见，固定汇率制与浮动汇率制孰优孰劣的争论至今仍然没有定论，但大的方向必然是固定与浮动的博弈。进入新世纪以来，有关国际汇率制度选择的最新理论辩论层出不穷，作者在书中以宽泛的视角跟踪研究最新前沿成果，并提出了独到的客观评价。

其次，作为好的学术论著必须具有独到的创新之处。作者虽然研究的是国际汇率制度这一传统论题，却对其进行了新的诠释，即国际汇率制度是一种政府调节承诺与强制结合程度的一种安排。持续 100 多年的国际货币制度，就是试图安排一种可行的国际汇率制度，各国政府通过不断地调节承诺与强制的结合程度，达到既能把握国际货币创造的收益，又能避免竞争体制中危机频发的目的。在承诺与强制的结合中，存在两种极端：一种是各国政府强制在本国居民与外部的所有金融交易，不承诺将本币按固定价格转换成其他资产（自由浮动的汇率制度）；另一种是政府承诺按固定价格转换其他资产，允许本国居民完全自由买卖外币（完全固定汇率制度）。现实中，国际汇率制度安排通常是承诺与强制的不同组合，如可调整的固定汇率制、爬行钉住汇率制及有管理的浮动汇率制等中间汇率制度形式。可见，以一国承诺与强制结合的角度为切入点分析国际汇率制度，在理论研究上是一种新的尝试，具有开拓该领域研究思路的意义。

论著引入有限理性预期理论作为汇率分析的基础是本书较有特色的地方。由约翰·穆思发展的理性预期模型虽然具有严密的逻辑性，在汇率研究中长期居于重要地位，但它本身具有许多缺陷，与经济运行的实际情况相去甚远。这是因为：一是预期是信息的函数，而信息是有成本的；二是自我实现预期的动态过程不成立；三是理性预期中存在自相矛盾；四是投机效率假说不成立。因此，人们赖以解释汇率波动的理性预期模型在现实中的说服力不强，针对这一问题作者引入新的“有限理性”概念，较好地解释了现实中的经验现象。

再次，分析方法选择得当，会使理论研究更具科学性。作者运用了博弈理论分析国际汇率制度选择，具有一定的创新性。博弈论起源

于西方，1944年，美国科学家冯·诺依曼和经济学家摩根斯特恩合作出版了《博弈论与经济行为》（Theory of Games and Economic Behavior）一书，成为现代经济博弈论研究的开端，此后，纳什、泽尔腾、海萨尼及威尔逊等人不断发展了这一理论。自20世纪90年代初以来，博弈论正逐渐成为主流经济学中的一个重要组成部分。作者认为，国际汇率制度选择就是一种博弈，核心内容是将单一国家作为博弈的决策单位，国际货币博弈在此基础上就分为两阶段：第一阶段是对一套货币规则（即选择国际汇率制度）达成一致，协议制定一套货币规则，类似博弈论中的“性别战”；第二阶段是在给定汇率制度下政策相互作用的博弈，类似“囚徒两难”。在特定博弈规则下，各国政府不断反复变动政策行为。很多情况下，政策行为相互影响会产生囚徒困境，导致双方合作失败。一旦博弈双方面临囚徒困境，就会发生恶性竞争。同样，金融危机也会产生囚徒困境和恶性竞争，如果国家出现金融危机，金融机构面临倒闭，它就不可能再保持原有的绅士风度，此时该国无法再与其他成员国相互协调、相互合作，必将退出现有的汇率制度。因此，各参与国必须对汇率制度长期实施持有信心，否则，该汇率制度将很快会面临囚徒困境。结论认为，国际汇率制度的选择必然是固定和浮动之间某种程度的组合。这一判断符合国际汇率制度发展的客观实际，具有较强的理论参考价值。

最后，好的研究成果，不仅能对现实作出好的诠释，而且能更好地服务于实践。作者在对国际汇率制度的发展取向作出研判后，对人民币汇率制度改革进行了务实性的研究。自2003年以来，由于美元的大幅度下跌，对人民币汇率形成了极强的升值压力，国际社会也比以往任何时候都更关注人民币汇率。对于中国来说，在人民币汇率制度的调整上，现在应当抛弃的是新兴市场可能会经常遭遇的“浮动恐惧”、“升值恐惧”，并积极推进改革，为人民币汇率的浮动幅度加大和人民币汇率水平在“出其不意”的时候进行适度的重估创造条件。在一些基础性的市场条件不具备时贸然加大人民币汇率的浮动幅度和汇率重估，可能会对中国经济形成显著的冲击，不仅不利于中国经济的持续稳定增长，而且对全球市场也必然会形成一个震动。作者在国

际汇率制度改革的大背景下，研究人民币汇率制度的取向以及退出战略，其总体思路符合中国改革的实际情况，对策及建议具有较强的实践意义。

本论著是作者比较重要的一部学术著作，其专业性与学术性都很强，显示出作者学术研究的较高起点。作为作者的博士生导师，我衷心地希望她在国际金融研究领域更上一层楼，取得更大成绩。

潘英丽

2005年5月于丽娃河畔

前 言

自 2003 年下半年以来，美元迅速贬值，人民币升值的压力日渐凸显。美、日、欧将问题的焦点直指人民币汇率制度，要求中国政府重新估价人民币汇率，放弃钉住美元的汇率制度。国内外投资者随之形成人民币升值的强烈预期，大量国际游资涌向中国。在舆论与市场的夹击下，人民币汇率制度到了再一次面临固定与浮动重新博弈的时候。可以肯定，人民币汇率问题的“魔盒”已经打开，汇率制度改革与升值预期将是今后一段时间持久的话题。因此，借鉴国际汇率制度发展的经验，将人民币汇率制度改革纳入国际汇率制度发展的大背景下，无疑具有重要的理论和现实意义。

20 世纪 80 年代以来，随着金融全球化与资本流动自由化的速度不断加快，许多欧洲国家和亚洲新兴市场国家相继开放资本市场，区域性金融危机频频爆发，国际货币制度又一次陷入了危机。这突出表现在实行固定汇率制度的国家时常受到投机冲击而最终放弃固定汇率制度，选择浮动汇率制度。从历史来看，每一次制度性危机，都会引起经济的剧烈波动：国际金本位制崩溃时，引发了汇率大战；布雷顿森林体系崩溃时，引起了世界性的经济大动荡；现行“无体系时代”的国际货币制度，面对金融全球化与资本流动自由化，其监管乏力、汇率过度波动等缺点暴露无遗，于是，重建与经济全球化趋势下世界经济发展相适应的国际货币制度已迫在眉睫，关于国际货币制度改革的讨论又重新成为热点。其中，国际货币制度的问题与特征又集中在汇率制度上。

汇率制度分为固定汇率制与浮动汇率制：固定汇率制与浮动汇率制孰优孰劣，20 世纪 60~70 年代曾经是国际经济学界激烈争论的主题，迄今一直没有定论。1997~1998 年的亚洲金融危机中，汇率制度

的重要性又一次为世人瞩目。东南亚几个国家的金融危机几乎都始自货币危机，从中使人意识到，比较僵化的钉住汇率制不仅造成不利的贸易条件，而且导致了累积金融风险的后果。于是，危机过后许多国家开始转向更为灵活的浮动汇率制。然而，就在一些国家相继扩大汇率浮动区间的同时，欧盟的货币一体化进程却迈出了最关键的一步——欧元的横空出世；在美洲，则以另一种方式在向统一货币迈进，一些国家放弃自己的本币转而以美元代之。实质上，“货币一体化”是一种极端的固定汇率制度。欧洲人和美洲国家的这一历史性举动，在引起国际社会钦佩、怀疑的同时，更引发了人们对国际汇率制度安排的深层思考。

以往人们头脑中对国际汇率制度的一致性看法开始受到怀疑。由于世界历史上两个世界经济增长最快的时期恰恰是几乎所有国家都采用固定汇率制的金本位时期和布雷顿森林体系时期，因此，人们往往认为一个理想、有秩序的国际汇率制度必须是所有国家统一实行的汇率制度，而且是固定汇率制。然而 20 世纪 60 年代那些支持浮动汇率制的学者则认为，一个国家不论具有什么样的经济特征，采用浮动汇率制都是最好的选择。40 年来的历史经验基本否定了由弗里德曼等人提出的有关浮动汇率稳定性的观点，当今浮动汇率制就存在着汇率过度波动以及无法预测等问题，世界经济的许多矛盾也因之而起。不过，历史经验和频发的金融危机同样提醒人们：固定汇率制过于僵化，在大量资本流入时有币值高估的倾向，从而容易被国际投机资本所攻击，其后果是国民财富大量流失，经济衰退乃至政局动荡。

随着现实的变迁，认识汇率制度的理论也进一步发展变化，“原罪论”、“害怕浮动论”、“中间汇率消失论”等成为理论界争辩的前沿，中心议题就是关于汇率制度选择中固定与浮动的博弈。有关固定汇率制的研究，从信用分析，进展到危机时点的确定，再进一步说明固定汇率制崩溃的必然。关于浮动汇率制的研究，自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系崩溃后，就有大量的理论问世。大多数传统理论以“经济人”理性预期为假设前提，其中盛行的是汇率超调模型、资产组合平衡模型、货币主义模型，后来人们又引入了投机泡沫理论和李

嘉图等价原理来研究汇率问题。上述理论能有效地解释汇率的短期波动以及名义汇率与实际汇率高度相关的现象，却无法解释浮动汇率制的其他特征，特别是汇率的长期变动趋势。随着有效市场假说以及理性预期理论的萧条，人们引入了有限理性预期理论，并在此基础上运用混沌学原理来解释汇率问题，为研究浮动汇率制提供了全新的视角。虽然早在 20 世纪 90 年代中期就有人预言汇率制度将呈两极化，即“角点汇率制”盛行，中间汇率制消失，该理论认为，“在 21 世纪，为达到特定目标的相机抉择的汇率政策规则将不再可行，各国必将在浮动汇率与单一货币之间做出选择（Eichengreen, 1995）；但 Frankel（1999）认为，“对于许多国家来说，汇率制度的最优选择不是处于两极的制度，而是中间汇率制度”。

现在要研究的问题是：固定汇率制与浮动汇率制问题到底出在哪里？理想的国际汇率制度可能是固定与浮动结合的某种中间形式吗？在国际汇率制度发展趋势下，人民币汇率制度如何选择等，这些正是本书研究的内容。

本书在研究中，沿两条主线展开：一条是以国际汇率制度的历史变迁为背景，以一国承诺与强制结合的角度为切入点，分析战后固定汇率制与浮动汇率制存在的问题。历史表明，持续 100 多年的国际货币制度，就是试图安排一种可行的国际汇率制度，各国政府通过不断地调节承诺与强制的结合程度，达到既能把握国际货币创造的收益，又能避免竞争体制中危机频发的目的。在承诺与强制的结合中，存在两种极端：一种是各国政府强制在本国居民与外部的所有金融交易中，不承诺将本币按固定价格转换成其他资产（自由浮动的汇率制度）；另一种是政府承诺按固定价格转换成其他资产，允许本国居民完全自由买卖外币（完全固定汇率制度）。现实中，国际汇率制度安排通常是承诺与强制的不同组合，如可调整的固定汇率制、爬行钉住汇率制及有管理的浮动汇率制等中间汇率制度形式。另一条主线就是：随着现实世界的变化，认识汇率问题的理论也在不断创新，由传统理论到现代理论，从理性预期到有限理性预期。全书分为九章：

第一章作为全书的背景研究，讨论国际本位货币与国际汇率制度

的关系。由于国际本位货币与国际汇率制度是构成国际货币制度的重要内容，从宏观上讲，不同的国际本位货币决定了不同的国际汇率制度；从微观上讲，国际汇率制度的历史就是一国货币当局不断调节货币承诺与强制结合程度的过程，这正是分析战后国际汇率制度问题的切入点。作为必要的铺垫，本章最后讨论了国际金本位制的问题。

第二章和第三章主要研究固定汇率制度问题。第二章定性地分析战后国际固定汇率制的两次重大尝试——布雷顿森林货币体系与欧洲货币体系的特征及其崩溃的原因，指出由于公信力问题和收支调节问题等其自身存在的制度缺陷，造成国际固定汇率制崩溃的必然。第三章从定量角度对固定汇率制崩溃的原因、崩溃的时点以及“三角难题”等进行模型分析。在20世纪70年代末，一些经济学家将信用因素引入模型分析中，形成巴罗—戈登模型和投机攻击模型；80年代，弗勒德—加伯标准模型进一步确定了固定汇率制崩溃的时点；随后的奥伯斯特菲尔德模型发展了投机者和实行固定汇率制的政府间随机行为及其相互博弈，以及由此引起的投机攻击发生的多重均衡；90年代，克鲁格曼创设了汇率目标区模型；亚洲金融危机后有关资本控制与固定汇率制选择的搭配问题成为理论的热点，通过模型分析，对固定汇率制度的脆弱性有了新的见解。

第四章至第七章研究浮动汇率制度问题。布雷顿森林货币体系崩溃之后，国际汇率制度进入浮动汇率制时代，尽管浮动汇率制克服了固定汇率制的缺陷，由于放弃了固定价格转换的承诺却带来了新的问题，即汇率短期过度波动、名义汇率与实际汇率高度相关及长期汇率变动无序等。围绕上述问题，提出了许多汇率理论，这些理论在实践中不断被检验和创新。其中，第四章研究有关汇率理论的传统模型，如利率平价理论、超调理论、资产组合平衡理论、蒙代尔—弗莱明模型及货币主义模型等，上述模型或多或少地能够解释汇率短期波动的原因以及名义汇率与实际汇率之间高度相关的现象，却无法解释汇率的长期变动，甚至模型在经验证明中出现相反的结果。第五章研究解释浮动汇率制下实际汇率变动问题的动态汇率理论，包括动态投机“泡沫”理论和跨时期预算约束最大化理论。动态投机泡沫理论能很

好解释实际汇率的长期变动，但在经济受到诸如财政政策变动与石油冲击等时，泡沫理论仍然不能预测汇率变化的方向与时间途径。在研究过程中发现：跨时期预算约束条件下的最大化问题是引起汇率与经常项目变化的重要原因，许多经验模型也验证了这一事实，近似于李嘉图等价原理。第五章讨论泡沫理论与李嘉图等价原理。第六章在分析理性预期模型缺陷的基础上，提出有限理性预期理论。根据有限理性假设，在汇率不确定环境下，经济人可以使用“向后看”原则（过去与现在的汇率变动）预测汇率。第七章研究汇率波动的成本。实行浮动汇率制以来，由于汇率的较大波动，对世界经济发展产生不利影响，比如，浮动汇率制下国际间通货膨胀的传递加快、经济增长下降、国际收支调节更困难等。在汇率波动的效用分析上存在两种观点：一种认为汇率波动具有福利效应；另一种认为汇率波动具有成本。

第八章研究国际汇率制度的理论发展与现实选择。自 20 世纪 90 年代后半期以来，围绕汇率与经济稳定问题，形成了几类颇有争议的理论争辩，如原罪论、稳定霸权论与汇率变动转移论、浮动论与恐惧浮动论，以及中间汇率消失论等，这些理论都有一定的代表性，但也存在局限。根据对 IMF 成员国 2000 ~ 2003 年汇率制度的统计分析，得出以下结论：两极化只是 20 世纪 90 年代的特定现象，中间汇率制度仍然占主导，多元化格局仍将是未来国际汇率体系的重要特征。国际汇率制度发展的未来态势还取决于一系列不确定因素，没有一种汇率制度适合所有国家，也没有一种汇率制度适合一个国家的不同时期。近年来，管理浮动受到“追捧”，表明对于新兴市场经济国家来说，在扩大汇率弹性的同时，也可以通过积极的外汇市场干预实现稳定的汇率环境，对于中国也是如此。

第九章研究人民币汇率制度改革。中国与美、日、欧等发达经济体的国际政治和经济博弈构成了人民币汇率制度改革不可忽略的重要外部环境。人民币汇率制度改革的目标就是确保在经济稳定和增长的前提下，逐步增加汇率制度的灵活性，最终建立浮动的汇率制度。现行钉住美元的固定汇率制度给我国经济发展带来了巨大收益，但随着

国际环境的变化，这一钉住汇率制度存在的缺陷也将暴露无遗。因此，走向有管理的浮动汇率制度便是一种合理选择。对中国而言，从钉住汇率制向有管理的浮动汇率制“退出”，应采取逐步和有序的方式推进，并且要与宏观经济政策和相关的结构改革密切配合进行。

作 者
2005 年 4 月

目 录

序	1
前言	1
第一章 国际汇率制度研究的理论起点	1
第一节 国际货币的公共物品特征	1
第二节 国际货币制度的宏微观视角	7
第三节 国际汇率制度的发端：国际金本位制	11
第二章 固定汇率制：承诺与强制并存的国际货币关系	15
第一节 战后国际固定汇率制度的两次重大尝试	15
第二节 固定汇率制下政府承诺的公信力： ($n-1$) 问题	25
第三节 固定汇率制下国际收支调节的不对称问题	37
第四节 国际固定汇率制度崩溃的内在必然性	44
第三章 固定汇率制崩溃的模型分析	47
第一节 政府公信力缺失与投机攻击	47
第二节 国际收支危机时点的决定	61
第三节 政府随机行为与自我实现式投机攻击	68
第四节 汇率目标区内的投机攻击	74
第五节 固定汇率制下求解“三角难题”	79
第四章 浮动汇率制：无承诺无强制的国际货币关系	88
第一节 浮动汇率制存在的问题	88
第二节 利率平价理论对汇率短期波动的解释	101

第三节	非均衡理论对名义汇率与实际汇率相关性的解释	104
第四节	实证结果对传统汇率理论的质疑	114
第五章	浮动汇率制下实际汇率变动的理论寻根	117
第一节	动态投机“泡沫”理论	117
第二节	跨时期预算约束最大化理论	119
第三节	实证结果对动态理论模型的质疑	130
第六章	浮动汇率制下有限理性预期的创新	133
第一节	理性预期模型的缺陷	133
第二节	有限理性预期的微观基础	138
第三节	有限理性预期下汇率的决定	142
第四节	汇率决定中的混沌与新闻	145
第五节	有限理性预期下的风险报酬	152
第七章	浮动汇率制下汇率波动的成本	154
第一节	汇率稳定的代价	154
第二节	汇率波动的福利效应	155
第三节	汇率波动具有成本	159
第四节	汇率不确定环境下的出口	167
第八章	国际汇率制度的理论发展与现实选择	171
第一节	固定与浮动结合的国际政策协调	171
第二节	国际汇率制度选择的博弈论分析	174
第三节	国际汇率制度选择的最新理论争辩	182
第四节	国际汇率制度发展的现实选择	185
第九章	人民币汇率制度改革：走向有管理的浮动	194
第一节	人民币汇率制度改革的外部环境： 国际政治经济的博弈	194
第二节	人民币汇率制度改革的起点：钉住美元	

目 录

的固定汇率制	201
第三节 人民币汇率形成机制与改革目标	204
第四节 人民币汇率制度改革方向： 有管理的浮动汇率制	206
第五节 人民币汇率制度从固定走向浮动 的“退出”战略	210
参考文献	217
后 记	230

第一章 国际汇率制度研究的理论起点

现代经济的发展离不开货币，无论是国内还是国际皆如此。在国际货币制度发展的历史进程中，一般而言，国际本位货币决定国际汇率制度，与此相关的货币发行、汇率制度等内容都可以看成是货币本位制的结果。

第一节 国际货币的公共物品特征

货币作为支付手段和记账单位参与国际交易是国际贸易大发展的先决条件，否则，国际贸易将会停留在易货贸易阶段。但要在国际经济中引入一种每个人都接受的货币却是非常困难的。从理论上讲，在国际贸易中使用同种货币进行交易的收益虽大，在现实中却无法实现。在国际水平上引进一般的可接受支付工具和记账单位要比国内困难。

一、货币的公共物品特征

(一) 货币具有公共物品的特征

保罗·萨缪尔逊(1954)提出，共用性(非竞争性或非减少性)和排他性是区分公共物品与私人物品的两个基本点。共用性意味着个人消费或使用某一商品和服务时不会排斥其他人的消费或使用(V. Ostrom 和 E. Ostrom, 1977)。据此，货币在使用时，个人的收益是从其他人也使用货币中得到，这正好与私人物品只对个人有效用而无论其他人是否消费的特性相反。当货币只有一个人使用时，不存在效用，货币要实现对个人的价值，必须是其他公众也使用，而且，使用同一货币的人越多，货币对个人的效用越大。托宾曾将货币效用与语